



Ministerstwo
Finansów

Departament Długu Publicznego

Plan finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa i jego uwarunkowania

II kwartał 2014

Kwiecień 2014

NAJWAŻNIEJSZE INFORMACJE

• Kwartalny kalendarz emisji	2
• Miesięczny kalendarz emisji	3
• Komentarze	8-10
• MFW: Polska w grupie najbardziej popularnych kierunków lokowania rezerw banków centralnych	10
• Fitch Ratings: Reforma polskiego systemu emerytalnego neutralna dla ratingu	10-11

Ogólne założenia

- Przetargi sprzedaży obligacji skarbowych w drugim kwartale 2014 r. będą się odbywać zgodnie z ogłoszonym kalendarzem rocznym, z zastrzeżeniem możliwości ograniczenia liczby przetargów.
- Podaż obligacji na rynku krajowym wynikać będzie z kształtowania się sytuacji rynkowej oraz konsultacji z inwestorami.
- Ewentualne przetargi bonów skarbowych odbywać się będą w ramach zarządzania poziomem rezerwy płynnościowej budżetu państwa.
- Emisje obligacji na rynkach zagranicznych uzależnione będą od sytuacji panującej na międzynarodowych rynkach finansowych i rynku krajowym.
- W zależności od kształtowania się sytuacji rynkowej możliwe są modyfikacje przedstawionego planu.

Podaż obligacji skarbowych na rynku krajowym**Przetargi sprzedaży**

- 4-5 przetargów z łączną podażą 20,0-30,0 mld zł, struktura uzależniona od sytuacji rynkowej.

Przetargi zamiany

- W kwietniu i w maju przetargi nie są planowane, możliwy przetarg w czerwcu (przeprowadzenie uzależnione od sytuacji rynkowej) – do odkupu byłyby oferowane obligacje zapadające w lipcu 2014 r.

Finansowanie zagraniczne

- Wpływy z kredytów z międzynarodowych instytucji finansowych w wysokości 0,1-0,2 mld EUR.
- Emisje obligacji o ograniczonej skali możliwe w zależności od sytuacji rynkowej.

Podaż obligacji emitowanych przez BGK na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego

- Przetarg obligacji na rynku krajowym w maju lub czerwcu o wartości do 2 mld zł.
- Możliwość przeprowadzenia w trybie publicznym lub *private placement* emisji obligacji nominowanych w euro o wartości do 0,5 mld EUR.



**Przetarg sprzedaży
obligacji skarbowych**

Data przetargu	Data rozliczenia	Seria	Planowana podaż (mln zł)
3 kwi 2014	7 kwi 2014	DS1023 / WZ0119	3.000-5.000*
23 kwi 2014	25 kwi 2014	OK0716 / PS1016 / PS0718	5.000-10.000

Ostateczna oferta oraz wartość podaży będzie ogłoszona 2 dni przed przetargiem w oparciu o aktualne warunki rynkowe i konsultacje z inwestorami.

Minister Finansów może oferować obligacje na przetargu uzupełniającym po minimalnej cenie ofert przyjętych na przetargu sprzedaży.

** Na przetargu w dniu 3.04.2014 r. Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje WZ0119 za 2.301 mln zł oraz obligacje DS1023 za 3.480 mln zł przy rentowności 4,261%.*

**Oferta obligacji
detałicznych**

Nazwa obligacji	Cena emisyjna	Typ i wysokość oprocentowania
DOS0416	100,00 zł (99,90 zł przy zamianie)	Stałe, 3,00%
TOZ0417	100,00 zł (99,90 zł przy zamianie)	Zmienne (1,00 * WIBOR 6M) 3,30% w pierwszym okresie odsetkowym
COI0418	100,00 zł (99,90 zł przy zamianie)	Zmienne (stopa inflacji + 1,25%) 3,50% w pierwszym okresie odsetkowym
EDO0424	100,00 zł (99,90 zł przy zamianie)	Zmienne (stopa inflacji + 1,50%) 4,00% w pierwszym okresie odsetkowym

Potrzeby pożyczkowe brutto w 2014 r.

Finansowanie potrzeb pożyczkowych na poziomie 69% było wynikiem:

- zamiany obligacji w 2013 r.: 8,1 mld zł,
- odkupu obligacji wyemitowanych na rynku krajowym w 2013 r.: 8,8 mld zł,
- sprzedaży obligacji na rynku krajowym: 32,9 mld zł,
- odkupu obligacji wyemitowanych na rynkach zagranicznych w 2013 r.: 2,2 mld zł,
- emisji obligacji na rynkach zagranicznych: 15,6 mld zł,
- ciągnięć kredytów z MIF: 2,3 mld zł,
- wyższych niż zakładano środków na koniec 2013 r.: 16,4 mld zł.

Przepływy w kwietniu środków z budżetu na rynek z tytułu SPW

stan na 31 marca 2014 r., mld zł

Według stanu na 31 marca 2014 r. wartość środków przekazywanych w kwietniu z budżetu na rynek wyniesie 21,6 mld zł:

- wykupy SPW: 16,0 mld zł,
- płatności odsetek z tytułu SPW: 5,6 mld zł.

Przepływy kasowe: krajowy rynek finansowy-budżet*

stan na 31 marca 2014 r., mld zł

Od kwietnia do grudnia 2014 r. wartość środków przekazywanych do końca roku 2014 z budżetu na rynek wynosi 46,5 mld zł.

* obejmują sprzedaż, wykup i obsługę obligacji hurtowych; miesięczne plany finansowania ustalane są w oparciu o warunki rynkowe i konsultacje z inwestorami, z tego powodu brak szczegółowych danych dot. przepływów do budżetu w kolejnych miesiącach.

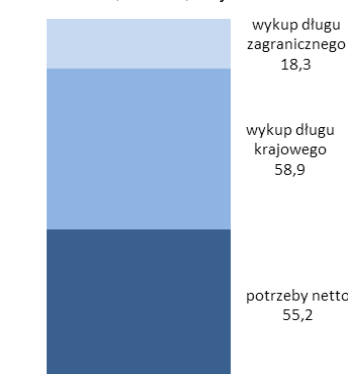
Stan środków złotych i walutowych w dyspozycji MF na koniec miesiąca

środki walutowe obejmują środki z emisji długu oraz otrzymane z Komisji Europejskiej, mld zł

Zgromadzone środki stanowią zabezpieczenie płynności w finansowaniu potrzeb pożyczkowych.

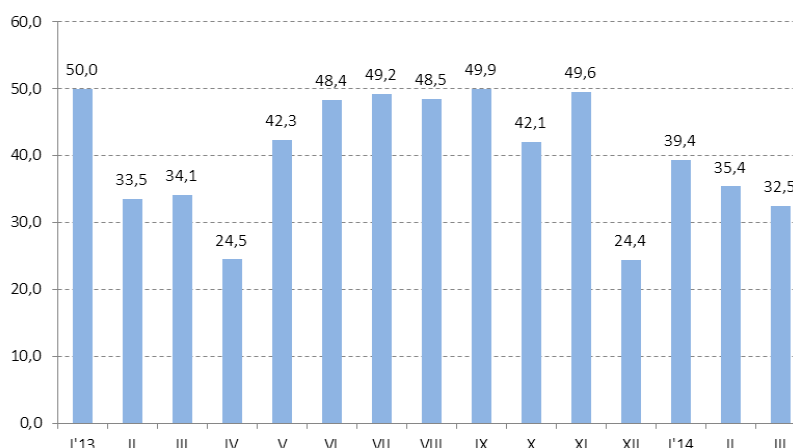
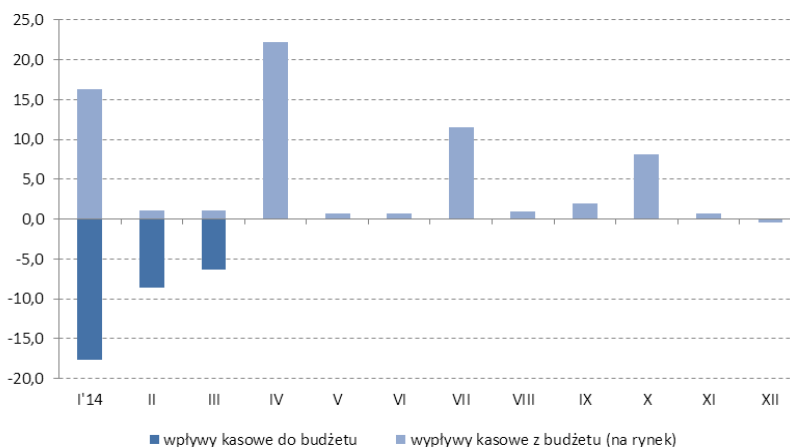
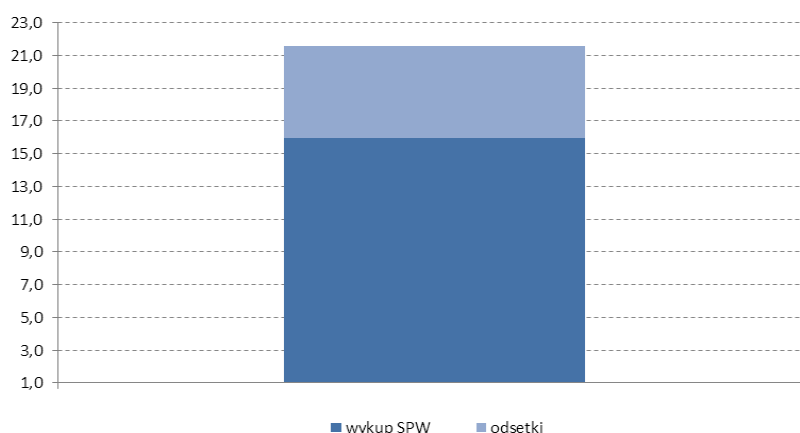
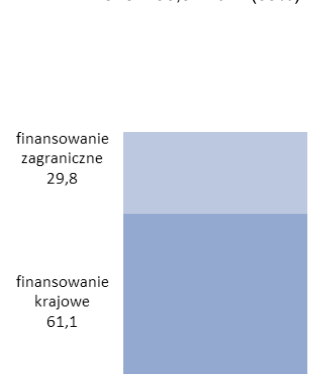
Potrzeby pożyczkowe brutto w 2014 r.

Razem 132,4 mld zł, w tym:



Finansowanie potrzeb pożyczkowych:

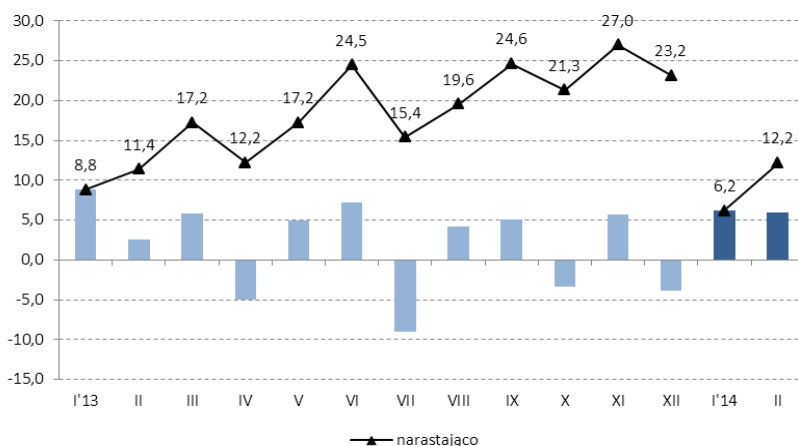
Razem 90,9 mld zł (69%)



Zmiany długu z tytułu SPW na rynku krajowym wobec banków komercyjnych

bez transakcji buy-sell-back z MF, mld zł

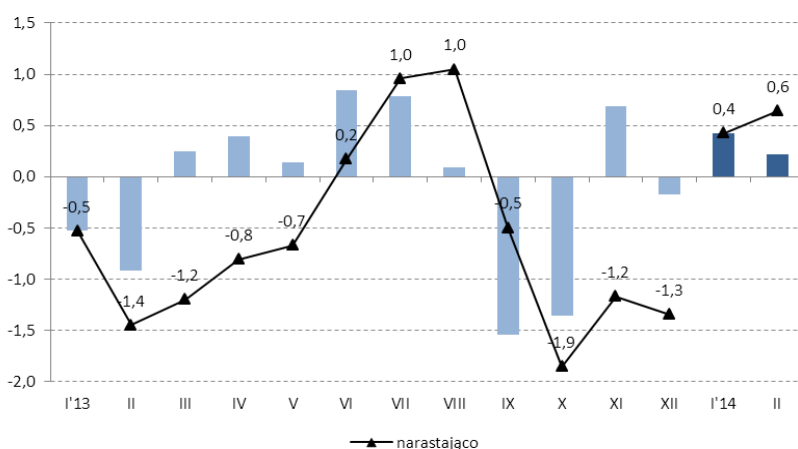
W okresie I-II 2014 r. wobec krajowych banków komercyjnych nastąpił przyrost zadłużenia o 12,2 mld zł wobec wzrostu o 11,4 mld zł w analogicznym okresie 2013 r.



Zmiany długu z tytułu SPW na rynku krajowym wobec zakładów ubezpieczeniowych

mld zł

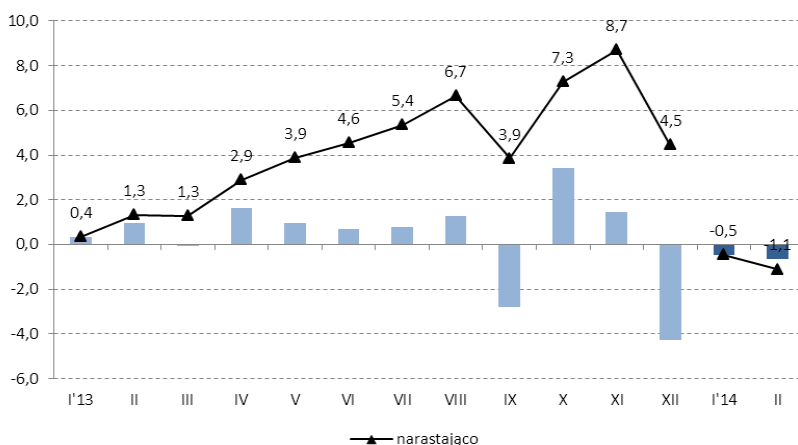
W okresie I-II 2014 r. wobec zakładów ubezpieczeniowych nastąpił przyrost zadłużenia o 0,6 mld zł wobec spadku o 1,4 mld zł w analogicznym okresie 2013 r.



Zmiany długu z tytułu SPW na rynku krajowym wobec funduszy inwestycyjnych

mld zł

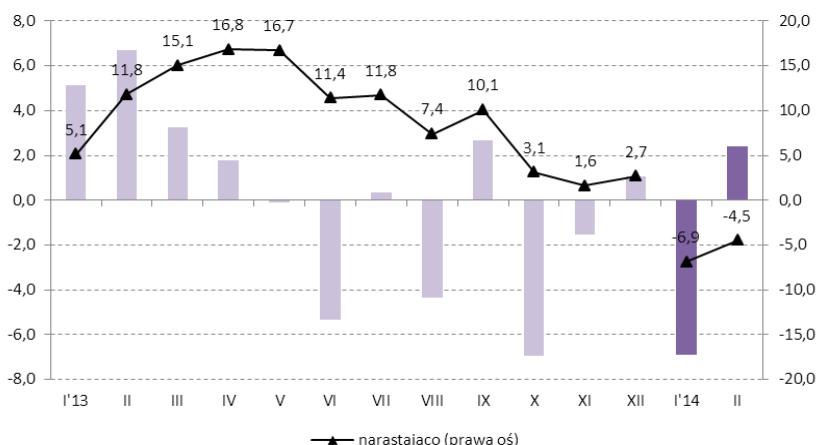
W okresie I-II 2014 r. wobec funduszy inwestycyjnych nastąpił spadek zadłużenia o 1,1 mld zł wobec wzrostu zadłużenia o 1,3 mld zł w analogicznym okresie 2013 r.



Zmiany długu z tytułu SPW na rynku krajowym wobec inwestorów zagranicznych

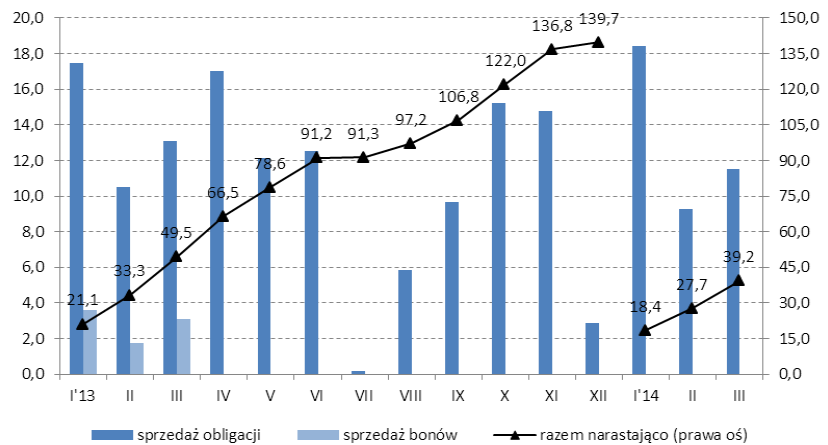
mld zł

W okresie I-II 2014 r. nastąpił odpływ kapitału zagranicznego z rynku SPW w wysokości 4,5 mld zł wobec napływu 11,8 mld zł w analogicznym okresie 2013 r. Portfel tej grupy inwestorów osiągnął poziom 188,7 mld zł.



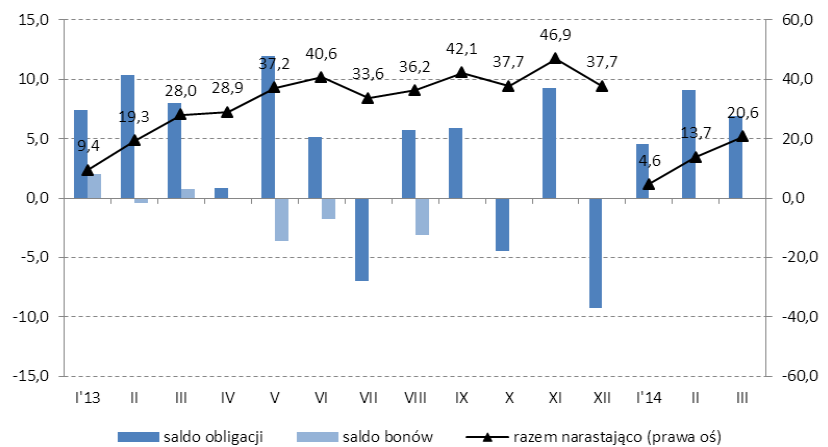
Sprzedż obligacji i bonów w okresie I-III 2014 r. oraz w 2013 r. wg daty rozliczenia, wartość nominalna, mld zł

Od kwietnia 2013 r. bony nie są sprzedawane.



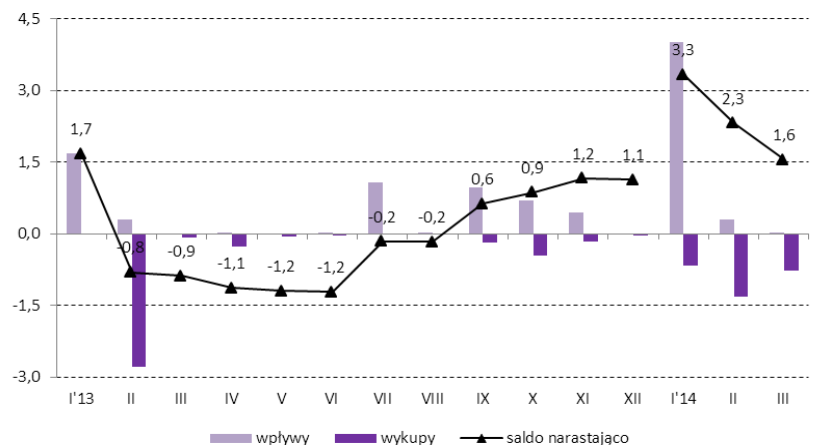
Saldo obligacji i bonów w okresie I-III 2014 r. oraz w 2013 r. wg daty rozliczenia, wartość nominalna, mld zł

W okresie I-III 2014 r. nastąpił wzrost zadłużenia w obligacjach o 20,6 mld zł.



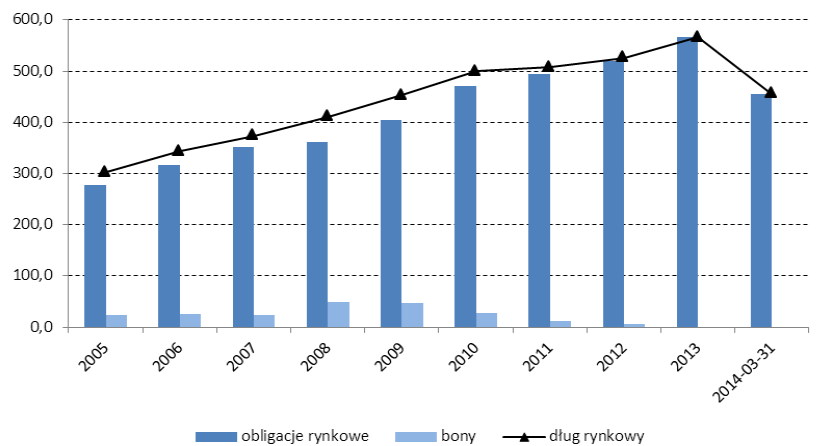
Finansowanie zagraniczne w okresie I-III 2014 r. oraz w 2013 r. obligacje oraz kredyty w międzynarodowych instytucjach finansowych, wg daty rozliczenia, mld EUR

Finansowanie netto na rynkach zagranicznych w okresie I-III 2014 r. było dodatnie i wyniosło 1,6 mld EUR. Wartość emisji obligacji wyniosła równowartość 3,8 mld EUR, a wartość kredytów zaciągniętych w MIF 0,6 mld EUR. Z 2013 r. na rachunkach walutowych związanych z zarządzaniem długiem przeszły środki o równowartości 3,0 mld EUR.



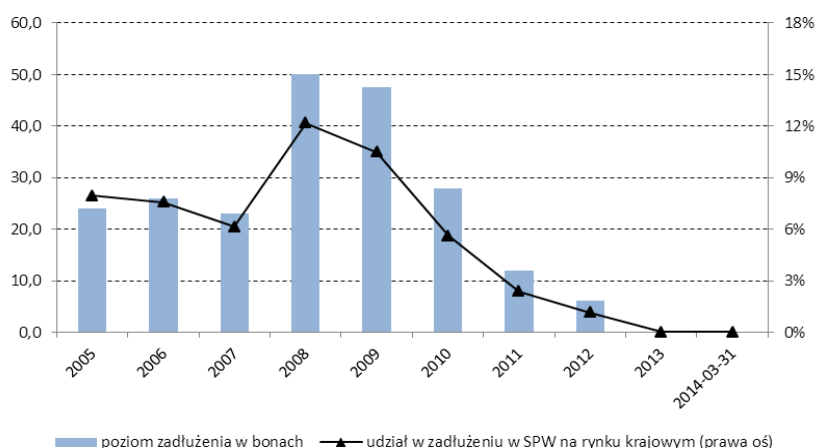
Struktura krajowego długu rynkowego mld zł

Na koniec marca 2014 r. poziom krajowego długu rynkowego wyniósł 455,7 mld zł wobec 565,7 mld zł na koniec 2013 r. Spadek długu rynkowego był wynikiem zmian w systemie emerytalnym polegających na przekazaniu części aktywów OFE do ZUS, następnie nabyciu obligacji skarbowych przez Skarb Państwa od ZUS i ich umorzeniu.



Zadłużenie w bonach mld zł

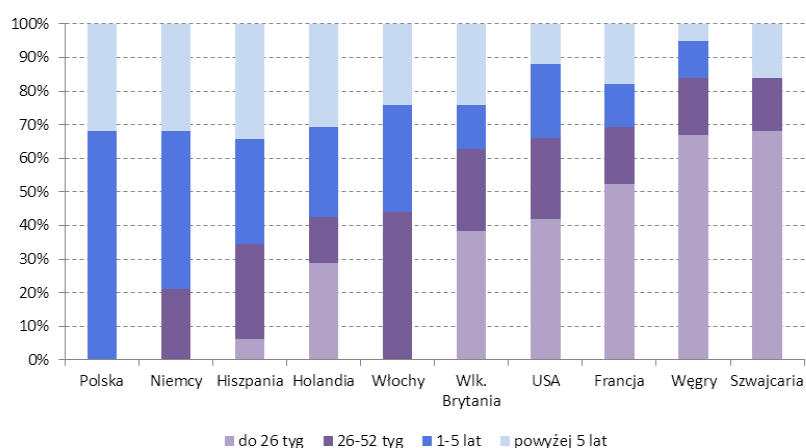
Od sierpnia 2013 r. nie występuje zadłużenie w bonach skarbowych.



Struktura sprzedaży SPW w Polsce i wybranych krajach pod względem zapadalności

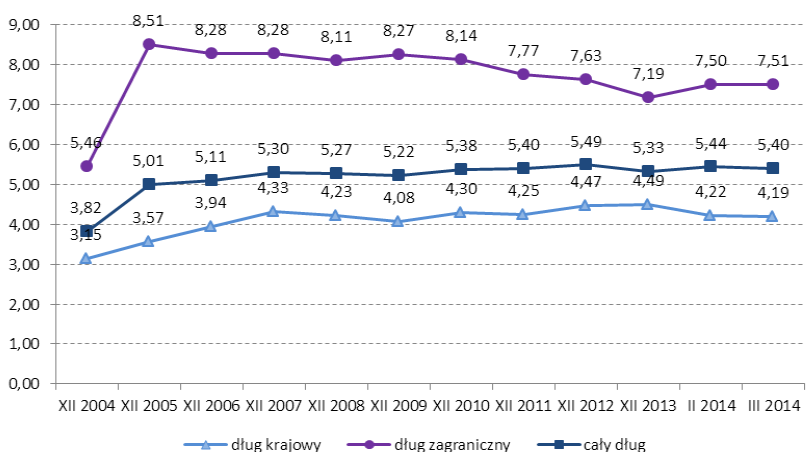
w formie przetargów i syndykatu w walucie lokalnej od 1 stycznia do 31 marca 2014 r.

W strukturze sprzedaży SPW w 2014 r. w Polsce pod względem zapadalności występują tylko instrumenty o zapadalności powyżej 1 roku.



Średnia zapadalność długu

Na koniec marca 2014 r. średnia zapadalność długu krajowego spadła do 4,19 (na koniec 2013 r. wyniosła 4,49).

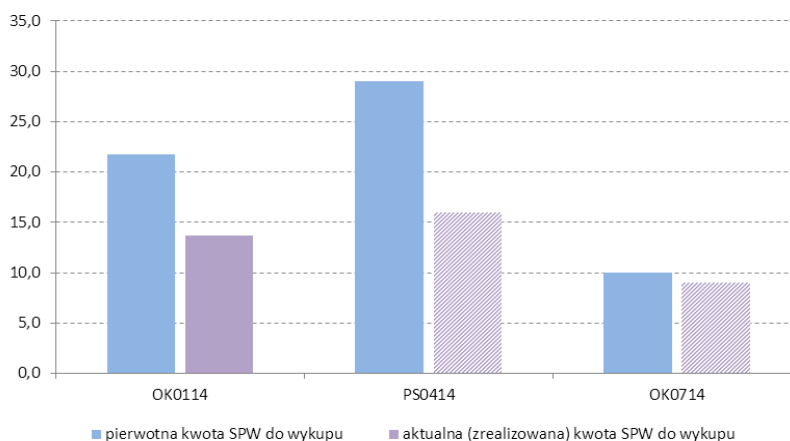


Ograniczenie ryzyka refinansowania związanego z wykupem SPW zapadających w 2014 r.

stan na 31 marca 2014 r., wart. nominalna, mld zł

Dokonano odkupu (w formie zamiany lub rozliczenia pieniężnego) obligacji zapadających w 2014 r. o wartości nominalnej:

- OK0114: 8,1 mld zł (37% zadłużenia),
- PS0414: 13,0 mld zł (45%),
- OK0714: 1,0 mld zł (10%).



Harmonogram wykupów długu SP w 2014 r.

stan na 31 marca 2014 r., wart. nominalna, mld zł

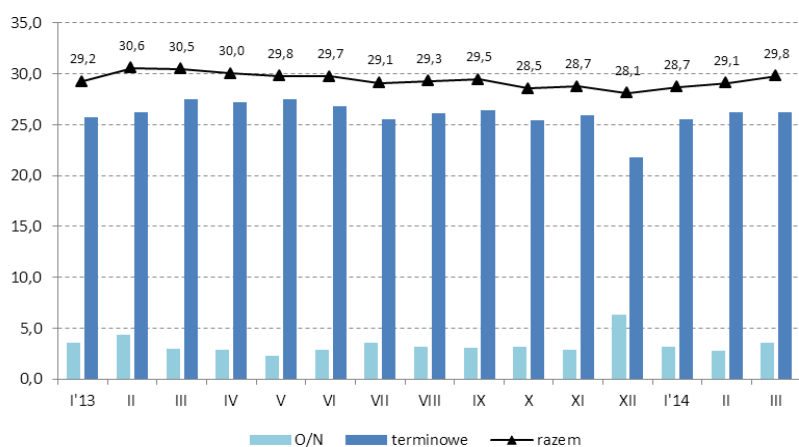
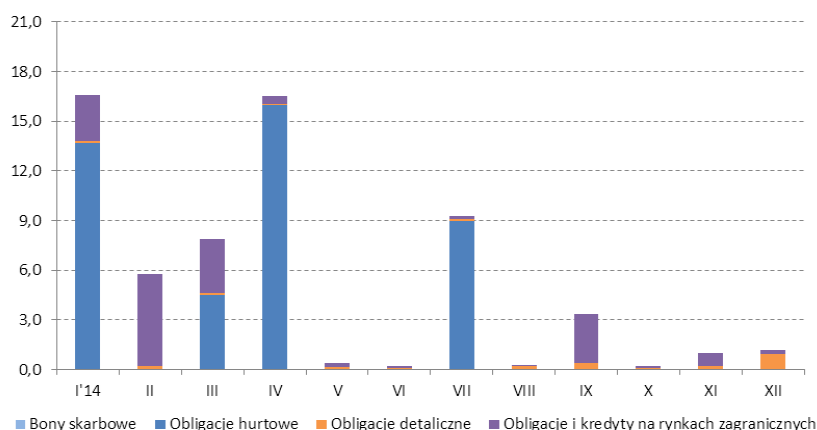
Do wykupu w 2014 r. pozostaje dług o wartości nominalnej 32,3 mld zł, w tym:

- obligacje hurtowe: 25,0 mld zł,
- obligacje detaliczne: 2,2 mld zł,
- obligacje oraz kredyty na rynkach zagranicznych: 5,1 mld zł.

Konsolidacja zarządzania płynnością sektora publicznego

mld zł

W wyniku konsolidacji zarządzania płynnością sektora publicznego na koniec marca zgromadzono środki w wysokości 29,8 mld zł, z czego w depozytach terminowych 26,2 mld zł oraz w depozytach typu O/N 3,6 mld zł.



Wojciech Kowalczyk, Podsekretarz Stanu, MF

02-04-2014 r., wywiad dla PAP

FINANSOWANIE ZAGRANICZNE

Uwzględniając planowane ciągnięcia kolejnych transz kredytów w międzynarodowych instytucjach finansowych to nasze tegoroczne potrzeby walutowe zostały pokryte. Dodatkowo należy pamiętać, że we wrześniu zeszłego roku skonsolidowaliśmy zarządzanie wszystkimi środkami walutowymi będącymi w dyspozycji Ministra Finansów, co znacznie uelastyczyło zarządzanie płynnością walutową. Nie wykluczamy jednak w tym roku mniejszych emisji na rynkach zagranicznych, np. pod koniec września zapadają obligacje nominowane w CHF o wartości 750 mln. Chcemy pozostać na rynku szwajcarskim, więc możliwa jest po wakacjach emisja umożliwiająca naszym inwestorom zrolowanie chociaż części zapadających obligacji.

Podobnie wygląda sytuacja w odniesieniu do emisji na rynku japońskim. Corocznie na jesieni odwiedzamy dużych inwestorów japońskich. Inwestorzy ci mają zbudowane już znaczne pozycje w polskich obligacjach, w tym również złotych. Jednym z efektów spotkań w Japonii może być również przeprowadzenie emisji na rynku samurai bonds.

Mamy ciekawe propozycje emisji na innych rynkach, które jeszcze dalej zdywersyfikowałyby naszą bazę inwestorów. Przygotowujemy programy prawne umożliwiające emisję na tych nowych rynkach, ale ostateczne decyzje uzależnione będą od końcowej wyceny potencjalnych emisji i ich porównaniu z naszym kosztem finansowania poprzez klasyczne emisje na rynkach bazowych. Jesteśmy pod tym względem bardzo wymagający więc szanse emisji na nowych rynkach w II kwartale oceniam na 50%.

Prefinansowanie potrzeb walutowych 2015 roku będzie zależało od sytuacji rynkowej. Zobaczymy jak będą wyglądały rynki po *taperingu*, który ma się zakończyć we wrześniu lub październiku. Wydaje się, że już wszystko jest w cenach, ale zobaczymy jaki będzie efekt po zakończeniu tego procesu. Jeśli sytuacja rynkowa będzie korzystna i nasza percepcja co do stóp procentowych w przyszłości będzie odpowiednia, to zdecydujemy się na prefinansowanie już w IV kwartale.

Komentarze MF

Nie mamy jednak dużej determinacji ani co do samego prefinansowania ani co do jego skali – w przyszłym roku pierwszy wykup obligacji przypada dopiero w maju, a w pierwszym kwartale potrzeby walutowe wynikają głównie z odsetek od wyemitowanych obligacji i obsługi kredytów.

Jesteśmy tak znani jako emitent, że uplasowanie obligacji na rynkach zagranicznych jest już kwestią ceny, a nie znalezienia popytu. Inwestorzy doceniają stabilny rating, mocne fundamenty makroekonomiczne. Mamy dosyć wysoki jak na Europę wzrost, jesteśmy największym beneficjentem środków europejskich w nowej perspektywie, mamy stabilność polityczną - to wszystko powoduje, że Polska jest oceniana bardzo pozytywnie przez inwestorów. Nawet zawirowania na Ukrainie nie wpłynęły na spread naszych obligacji w walutach obcych, który jest obecnie najniższy od upadku banku Lehman Brothers.

Emisja obligacji BGK na rynku euro ma na celu wejście na ten rynek w dogodnym momencie, zapoznania inwestorów z nowym emitentem i osiągnięcie dobrej wyceny. Emisja przeprowadzona będzie z bardziej z myślą o przyszłości niż z konieczności pozyskania obecnie określonej kwoty. Rynkowe potrzeby pożyczkowe KFD nie są w tym roku znaczące. Zainteresowanie ze strony inwestorów zagranicznych obligacjami BGK z gwarancją Skarbu Państwa powinno być bardzo duże, co pozytywnie wpłynie na koszty obsługi zobowiązań KFD.

FINANSOWANIE KRAJOWE

Pozytywny odzew rynku na podaż obligacji skarbowych w kwietniu oznaczać będzie, że na koniec miesiąca mielibyśmy sfinansowane ok. 80% tegorocznych potrzeb pożyczkowych.

Na razie sytuacja rynkowa jest dobra, rentowności nieco spadły, a płynność jest przyzwoita.

Emisja obligacji BGK na rzecz KFD powinna dotyczyć głównie długoterminowych papierów ale istotna będzie kwestia wyceny. Widzimy duże zainteresowanie zarówno ze strony ubezpieczycieli, jak i TFI, a w przypadku wystawienia papierów o nie najdłuższych okresach wykupu - również banków. Sprzedanie papierów do 2 mld zł nie powinno więc być problemem.

Po kwietniu zmniejszamy liczbę przetargów, stąd naturalnie tworzy się miejsce dla emisji BGK. Rozkład przetargów obligacji skarbowych będzie tradycyjnie skoordynowany z aukcją obligacji BGK.

FINANSE PUBLICZNE/SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

Wykonanie budżetu po marcu powinno być zbliżone do planowanego w harmonogramie.

W całym 2014 roku deficyt budżetu powinien być niższy niż zapisano w ustawie.

Wzrost PKB w tym roku będzie lekko powyżej 3 proc., jesteśmy przy tym ostrożni w swojej prognozie z uwagi na ciągle niepewne otoczenie zewnętrzne.

POSTRZEGANIE RYNKOWE

Moim zdaniem Polska już nie jest krajem *emerging market*. W odpowiedzi na pytanie o to, czy awansowaliśmy już do gospodarek rozwiniętych, trzeba zwrócić uwagę jak szerokim pojęciem jest określenie *advanced economy*. Nie jesteśmy USA czy Niemcami, ale jeśli popatrzymy na Hiszpanię, czy Portugalię, to już możemy się porównywać, a już na pewno nasze wskaźniki długu czy deficytu są znacznie lepsze.

Według nas nie jesteśmy już krajem *emerging market*, ale nie rościmy sobie praw do bycia *advanced economy*, niewątpliwie jesteśmy na etapie przejściowym.

Problem polega na tym, że generalnie nie ma kategorii pomiędzy *emerging market* a *advanced economy*, stąd zarządzający muszą nas umieszczać albo w jednej, albo w drugiej szufladce.

Piotr Marczak, Dyrektor Departamentu Długu Publicznego, MF

31-03-2014 r.

Kwiecień powinien być ostatnim miesiącem w br. z dużą podażą obligacji. Znaczna podaż obligacji w tym miesiącu wynika głównie z zapotrzebowania rynku na zrolowanie zapadających obligacji i wypłacanych odsetek od obligacji skarbowych. Z tych tytułów 25 kwietnia na rynek wypłynie kwota 21,6 mld zł. Podaż obligacji na pierwszym kwietniowym przetargu wyznaczona jest na poziomie 3-5 mld zł, zaś na drugim 5-10 mld zł. Oznacza to, że w kwietniu pozostanie na rynku znaczna kwota środków z obsługi papierów skarbowych. Na przetargu w dniu 23 kwietnia

Komentarz MF

Komentarz MF

planujemy wystawić obligacje 5-letnie i dwa rodzaje obligacji zapadających w 2016 r.: aktualny benchmark 2-letni i „stare” obligacje emitowane przed pięcioma laty – PS1016. Oferta tych ostatnich rodzajów obligacji wynika z zapotrzebowania inwestorów na papiery, których wartość nominalna w obrocie zmniejszyła się wyniku umorzenia obligacji przekazanych przez OFE.

Od maja ograniczymy podaż obligacji skarbowych i prawdopodobnie liczbę przetargów. Zrobimy tym samym miejsce na przetarg obligacji BGK emitowanych na rzecz KFD. BGK po dwupółrocznej przerwie przeprowadzi w maju lub czerwcu przetarg obligacji z podażą do 2 mld zł. Powinien to być jedyny w tym roku przetarg obligacji BGK emitowanych na rzecz KFD. Jednocześnie w II kw. BGK może pierwszy raz wyjść na rynek euro z emisją obligacji, które obecnie i przede wszystkim w przyszłości pomogą zdywersyfikować źródła finansowania KFD.

Ograniczeniu podaży papierów skarbowych sprzyjać będzie sfinansowanie po marcu blisko 70% całorocznych potrzeb pożyczkowych i utrzymywanie rezerwy środków złotych i walutowych na poziomie ponad 30 mld zł.

W lipcu nastąpi ostatni istotny w tym roku wykup obligacji skarbowych, który poprzedzony zostanie jedynym w II kw. przetargiem zamiany planowanym na czerwiec br.

W lutym portfel obligacji skarbowych w posiadaniu inwestorów zagranicznych wzrósł o 2,4 mld zł. Aktualne saldo przepływów obligacji u inwestorów zagranicznych w marcu jest na małym minusie.

MFW: Polska popularnym rynkiem wschodzącym dla lokowania rezerw banków centralnych

31-03-2014 r., PAP, fdu/ ana/

Wśród rynków wschodzących Polska znajduje się w grupie najbardziej popularnych kierunków lokowania rezerw globalnych banków centralnych - wskazuje Międzynarodowy Fundusz Walutowy w kwietniowym raporcie o globalnej stabilności finansowej.

"Zarządzający rezerwami banków centralnych, którzy łącznie dysponują aktywami wartymi 11 bln USD, z reguły są konserwatywnymi inwestorami. Niemniej jednak inwestują na rynkach wschodzących, a najbardziej popularne kierunki to Brazylia, Chiny, Meksyk, Polska, RPA, Korea i Turcja" - napisano w opublikowanym w poniedziałek raporcie zawierającym analityczne rozdziały opracowania.

"Zarządzający rezerwami zwiększają alokację na rynki wschodzące kierując się rozmiarami ich gospodarek i zmniejszając udział twardych walut w aktywach" - dodano.

Autorzy raportu zwracają uwagę, że zarządzający państwowymi funduszami inwestycyjnymi (tzw. *sovereign wealth funds*) zwiększają ekspozycję na rynki wschodzące, w szczególności Brazylię, Chiny, Indie, Rosję i Turcję.

Autorzy opracowania wskazują, że firmy ubezpieczeniowe planują wzrost ekspozycji na rynki wschodzące, w tym EŚW.

"Z niedawnej ankiety wynika, że ponad 40 proc. firm ubezpieczeniowych miało zamiar zwiększyć alokację na akcje i dług korporacyjny w twardych walutach w Europie rozwijającej się, na Bliskim Wschodzie, Afryce i rozwijającej się Azji" - napisano referując wyniki ankiety przeprowadzonej w 2013 r. przez bank Goldman Sachs.

MFW ocenia, że obecna ekspozycja funduszy emerytalnych na rynki wschodzące jest "wciąż niska". Autorzy raportu, powołując się na zeszłoroczne opracowanie OECD, wskazują, że "w dłuższym okresie spodziewany jest wzrost alokacji na rynki wschodzące o 10 do 20 proc."

Fitch Ratings: Reforma polskiego systemu emerytalnego neutralna dla ratingu Polski, sytuacja fiskalna w centrum uwagi

24-03-2014 r.

Fitch Ratings says in a new report that recent changes to the pension and broader public finance frameworks are neutral for Poland's sovereign ratings (A-/A/Stable). Fitch's assessment of Poland's sovereign creditworthiness will continue to focus on underlying fiscal consolidation, as well as reduction of external indebtedness and income convergence.

MFW: Polska w grupie najbardziej popularnych kierunków lokowania rezerw banków centralnych

Fitch Ratings: Reforma polskiego systemu emerytalnego neutralna dla ratingu Polski



The most substantial amendment, at least in the short term, is the transfer to the publicly-run pay-as-you-go pillar (PAYG) of 51.5% of financial assets held by open pension funds (OFEs), which took place in February 2014. OFEs have been financed by a portion of gross wage contributions, which they used to accumulate financial assets. Other changes include making future contributions to OFEs optional rather than mandatory and the transfer to the PAYG system of all funds 10 years before retirement.

Fitch estimates that the transfer of OFE assets reduces the gross general government debt (GGGD) ratio (on a ESA 95 basis) by 7.5 percentage points. The agency judges this development to be rating neutral given that the reduction in public debt (as well as debt-servicing costs) is offset by an increase in long-term state pension liabilities. The changes are being challenged at the Constitutional Court, but Fitch does not expect this to result in a major reversal, including for instance the cancellation of the asset transfer.

The changes to the pension system came amid an increasing debt burden and mounting external pressure to narrow the budget deficit in the context of the EU's Excessive Deficit Procedure. The diversion of a part of gross wage contributions from the PAYG pillar to finance OFEs created a gap in the social security budget that had to be filled via increased public debt issuance, in the partial absence of other fiscal consolidation measures. This built up a considerable additional public debt burden, and in recent years public debt (calculated by the government using a separate methodology) had been hovering close to 55% of GDP, a key legal threshold.

A new stabilising expenditure rule (SER) in effect starting with the 2014 budget aims to boost the anticyclical role of public spending and introduces debt thresholds at 43% and 48% of GDP. The SER was adopted to comply with enhanced EU-level fiscal surveillance and could support increased fiscal discipline. However, the suspension of a previous rule to enable the revision of the 2013 budget, as well as the likelihood that public debt will remain in breach of the lower threshold for several years against a backdrop of fiscal austerity, raises the risk that fiscal rules may be breached in future.

W załączeniu kompletna wersja raportu agencji Fitch Ratings.